

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

ANDREAS CAHN

DAS NEUE INSIDERRECHT



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 34



PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-28941

FAX: +49 (0)69 / 798-29018

(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))

Andreas Cahn

Das neue Insiderrecht

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 34

11/ 2004

Das neue Insiderrecht

I. Einleitung

Mit Inkrafttreten von Art. 1 des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG)¹ am 30. Oktober 2004² hat das WpHG zahlreiche Änderungen erfahren. Die nachfolgenden Ausführungen gehen anhand einiger ausgewählter Beispiele der Frage nach, inwieweit die Marktmißbrauchsrichtlinie³ und ihre Umsetzung durch das AnSVG das bisher geltende Insiderrecht geändert haben.

Vorab sei bemerkt, daß die Aufgabe, das neue Recht einigermaßen zutreffend zu interpretieren, durch die Besonderheiten des Rechtssetzungsverfahrens, das schließlich in die Neufassung des WpHG eingemündet ist, nicht gerade erleichtert wird: Die europarechtlichen Vorgaben finden sich nicht mehr nur in einer einzigen Richtlinie, sondern sind aufgrund des Komitologieverfahrens über zahlreiche Rechtsakte verteilt. Für das Insiderrecht sind neben der Marktmißbrauchsrichtlinie mehrere Durchführungsrichtlinien⁴ und eine Verordnung⁵ der Kommission von Bedeutung, für deren Verständnis wiederum die CESR-Vorschläge⁶ zusätzliche Anhaltspunkte bieten. Da schon die deutsche Fassung der Richtlinien in etlichen Punkten von den jeweiligen englischen Version⁷ und das WpHG wiederum nicht selten von den Richtlinien⁸ abweicht, entsteht bisweilen eine Art „stille Post“-Effekt, der es noch mehr als schon bislang notwendig macht, sich bei der Auslegung der Begriffe des WpHG zu vergewis-

¹ BGBl. I Nr. 56 vom 29. Oktober 2004, S. 2630.

² Nach Art. 6 AnSVG tritt Art. 1 des Gesetzes (Änderung des WpHG) am Tag nach seiner Verkündung in Kraft.

³ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU L 96 v. 12. 4. 2003, S. 16 ff.

⁴ Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. EU L 339 v. 24. 12. 2003, S. 70 ff.; Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABl. EU L 162 v. 30. 4. 2004, S. 70 ff.

⁵ Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufsprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, ABl. EU L 336 v. 23. 12. 2003.

⁶ CESR's Advice on Level 2 Implementation Measures for the proposed Market Abuse Directive, December 2002.

⁷ So wird etwa in der englischen Fassung der Marktmißbrauchsrichtlinie (Fn. 3) in Erwägungsgründen 18, 29, 30 und in Art. 2 Abs. 1 durchweg der Begriff „use“ verwendet; in der deutschen Fassung finden sich dafür gleich drei verschiedene Begriffe, nämlich „ausnutzen“ (Erwägungsgrund 18), „verwenden“ (Erwägungsgründe 29 und 30) und „nutzen“ (Art. 2 Abs. 1).

⁸ So wird etwa aus der „präzisen“ Information, von der in Art. 1 Nr. 1 der Marktmißbrauchsrichtlinie (Fn. 3) die Rede ist, in § 13 Abs. 1 WpHG eine „konkrete“ Information und aus dem Merkmal „wissen müssen“ in Art. 4 der Marktmißbrauchsrichtlinie wird in § 39 WpHG „leichtfertig“, näher dazu unten, IV. 5. a).

sern, ob sich die Umsetzung durch den deutschen Gesetzgeber innerhalb des europarechtlichen Rahmens bewegt. Insbesondere auf der Sanktionenseite ist das nicht durchweg der Fall⁹.

II. Der Begriff der Insiderinformation: Zukünftige Ereignisse und Gerüchte als Gegenstand des Insiderrechts

1. Zukünftige Umstände als Gegenstand einer Insiderinformation. Der Begriff der Insiderinformation ist in § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG definiert als *„eine konkrete Information, über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen.“* Als Umstände, auf die sich eine Insiderinformation beziehen kann, gelten nach Satz 3 *„auch solche, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden.“*

Bislang wurden zukünftige Ereignisse zwar grundsätzlich nicht als Insidertatsachen angesehen. Soweit sie aber auf gegenwärtigen Umständen, etwa Plänen oder Absichtserklärungen, aufbauten, sollten diese als Insidertatsachen in Betracht kommen¹⁰. Ebenso wurden Vorhaben beurteilt, für deren Verwirklichung ein mehrstufiger Entscheidungsprozeß zu durchlaufen ist: Das angestrebte Ergebnis dieses mehrstufigen Prozesses, also etwa die Durchführung einer Kapitalerhöhung, einer Übernahme oder einer Fusion oder der Abschluß eines Unternehmensvertrages wurde zwar im Vorfeld nicht selbst als Insidertatsache qualifiziert; allerdings konnten die einzelnen Schritte auf dem Weg zu diesem Ergebnis, insbesondere die unternehmensinterne Planung und die Beschlüsse der einzelnen Gremien, Insidertatsachen darstellen¹¹. Voraussetzung dafür war richtiger Ansicht nach lediglich, daß der jeweilige Umstand geeignet erschien, den Kurs der betroffenen Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Die Wahrscheinlichkeit der Realisierung des Vorhabens sollte daneben keine selbständige Bedeutung haben¹².

Demgegenüber kann man sich nach neuem Recht solchen Fällen auf zwei Wegen nähern:

Man kann zum einen auf das angestrebte Ergebnis der Planung oder des mehrstufigen Entscheidungsprozesses, also die Kapitalerhöhung, Übernahme, Fusion etc. als künftigen Um-

⁹ Näher dazu unten, IV.

¹⁰ Vgl. etwa Assmann in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 3. Aufl., 2003, § 13 Rn. 33b; Schwark in: Schwark (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl., 2004, § 13 WpHG Rn. 32; Hopt in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 2. Aufl., 2001, § 107 Rn. 21.

¹¹ Davon geht auch Art. 3 Abs. 1 b) der Richtlinie 2003/124/EG (Fn. 4), S. 70 aus.

¹² Assmann in: Assmann/Schneider (Fn. 10) § 13 Rn. 36a; Schwark in: Schwark (Fn. 10) § 13 Rn. 33; Irmen in: Hellner/Schröter/Steuer/Weber, Bankrecht und Bankpraxis (BuB) Loseblatt, Stand: 62. Lfg., 2004, Rn. 7/12 f., Cahn ZHR 162 (1998), 1, 14 f.

stand (i.S.v. § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG) abstellen. In diesem Fall hängt die Anwendung der Insiderverbote von zwei Faktoren ab, nämlich zum einen davon, ob man mit hinreichender Sicherheit davon ausgehen kann, daß das Vorhaben realisiert werden wird, und zum anderen von der Kurserheblichkeit des maßgeblichen Umstandes, d.h. der Kapitalerhöhung, Übernahme, Fusion etc. Da die Kurserheblichkeit solcher Maßnahmen, wenn sie denn durchgeführt werden, außer Zweifel steht, entscheidet dann letztlich allein die Wahrscheinlichkeit ihrer Verwirklichung darüber, ob eine Insiderinformation vorliegt.

Zum anderen kann man aber auch wie bisher auf die bereits existierenden Pläne und die schon verwirklichten Zwischenschritte als gegenwärtige Umstände abheben. Die Frage der Realisierungswahrscheinlichkeit spielt dann naturgemäß keine Rolle für die Qualität als Insiderinformation, denn der maßgebliche Umstand ist konsequenterweise nicht die künftige Kapitalerhöhung, Übernahme oder Fusion, sondern die schon vorliegende Planung oder Entscheidung. Ausschlaggebend ist damit allein das Merkmal Kurserheblichkeit.

Im Ergebnis kann für die Beurteilung, ob eine Information die Qualität einer Insiderinformation besitzt, nicht ausschlaggebend sein, ob man auf die zukünftige Maßnahme oder auf bereits verwirklichte Zwischenschritte abstellt. Die Anwendbarkeit des Insiderrechts würde sonst von der Wahl des Begründungsansatzes abhängen. Man wird § 13 WpHG daher so verstehen müssen, daß bezogen auf eine Information die Prüfung nach Abs. 1 Satz 1 und Satz 3 immer dasselbe Resultat ergibt. Wenn beispielsweise die Information über unternehmensinterne Pläne für eine Fusion erhebliches Kursbeeinflussungspotential hat, wird man bei der Beurteilung dieser Information nach § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG konsequenterweise annehmen müssen, daß die künftige Durchführung der Fusion „hinreichend“ wahrscheinlich im Sinne dieser Vorschrift ist. Hält man umgekehrt eine künftige Kapitalerhöhung für „hinreichend“ wahrscheinlich, muß man auch die Information über die entsprechenden Pläne als geeignet ansehen, den Börsenpreis der Aktie „erheblich“ zu beeinflussen. Diese beiden normativen Tatbestandsmerkmale, nämlich „Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung“ in Satz 1 und „hinreichende Wahrscheinlichkeit“ in Satz 3 ermöglichen also die notwendige Harmonisierung bei der Anwendung beider Bestimmungen. Was die Einordnung unternehmerischer Pläne und einzelner Etappen mehrstufiger Entscheidungsprozesse als Insiderinformationen anbetrifft, hat sich also durch das neue Recht im Ergebnis nichts geändert.

Viel einschneidender als die Änderungen auf der Tatbestandsseite sind auf den ersten Blick die Rechtsfolgen, die sich nach neuem Recht daraus ergeben könnten, daß nicht nur die endgültig durchgeführte Maßnahmen, sondern bereits die Planung und einzelne Schritte auf dem

Weg zum Ziel Insiderfakten sein können. Anders als nach bisher geltendem Recht muß jetzt nach § 15 WpHG grundsätzlich jede Insiderinformation, die den Emittenten unmittelbar betrifft – und dazu gehören eigene Pläne des Emittenten zweifellos-, ad hoc veröffentlicht werden. Die Veröffentlichungspflicht setzt nicht mehr voraus, daß die Kurserheblichkeit der Information auf den erwarteten Auswirkungen des betreffenden Umstandes auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten beruht. Gerade wegen dieser einschränkenden Merkmale mußten Pläne und Vorhaben bislang nicht publiziert werden, denn ein bloßer Plan beeinflusst Vermögen, Finanzen oder Geschäftsverlauf nicht. Die Bedeutung des neuen § 15 Abs. 3 WpHG, der es Emittenten gestattet die Veröffentlichung von Insiderinformationen aufzuschieben, kann daher gar nicht hoch genug eingeschätzt werden. Mancher Emittenten mag es zwar nicht gerne sehen, daß die Entscheidung über einen solchen Aufschub jetzt von ihm selbst zu verantworten ist. In Anbetracht der Vielzahl von Unternehmensinterna, die nach der Änderung des § 15 WpHG nunmehr eine Veröffentlichungspflicht auslösen, wäre aber das alte Befreiungsverfahren schlichtweg nicht mehr praktikabel.

2. Gerüchte als Insiderinformation. Während Informationen über die Vorstufen der Vollendung unternehmerischer Vorhaben Insiderinformationen sein können, soll dies nach den Materialien für Gerüchte nicht gelten. Die Empfehlungen von CESR¹³, die in die Richtlinie zur die Bestimmung des Begriffs der Insider-Information¹⁴ Eingang gefunden haben und die Regierungsbegründung zu § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG¹⁵ führen übereinstimmend aus, bloße Gerüchte seien keine Insiderinformationen. Die Richtlinie und das Gesetz sind damit weniger streng als die bisherige Rechtsprechung zu § 13 WpHG, derzufolge Gerüchte keine eigene Kategorie von Informationen bilden, vor denen die Anwendung des Insiderrechts haltmachen würde¹⁶.

¹³ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measure for the proposed Market Abuse Directive, December 2002, Tz. 20: "A matter or an event is true when it is based on firm and objective evidence, which can be communicated accurately (as opposed to rumours), i.e. if it can be proven to have happened or to exist. If the information derives from a stage process, every fact to do with the process, as well as the totality of the process itself, is precise information and therefore could be inside information, *unless it consists only of rumours.*" (Hervorhebung durch den Verf.).

¹⁴ Richtlinie 2003/124/EG (Fn. 4), S. 70.

¹⁵ BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 34: „Satz 3 stellt klar, daß eine Insiderinformation auch dann vorliegt, wenn sie sich auf einen Umstand oder ein Ereignis in der Zukunft bezieht, sofern dessen Eintritt hinreichend wahrscheinlich ist. *Hierzu ist ein bloßes Gerücht nicht ausreichend.* Vielmehr müssen konkrete Tatsachen vorliegen, welche den Eintritt des Ereignisses oder des Umstands voraussehbar erscheinen lassen.“ (Hervorhebung durch den Verf.).

¹⁶ Vgl. Hessischer VGH AG 1998, 436 m. Anm. Assmann; zust. etwa Schwark in: Schwark (Fn. 10) § 13 Rn. 31 mit Nachw. auch zur Gegenansicht.

Die Entscheidung, Gerüchte auszuklammern, ist vor allem in Anbetracht der Verschärfungen des Gesetzes plausibel. Da das insiderrechtliche Verbot der Informationsweitergabe jetzt auch für Sekundärinsider gilt, würde die Qualifikation von Gerüchten als Insidertatsache dazu führen, daß „Börsentratsch“ eine Ordnungswidrigkeit wäre. Außerdem hätte die Einordnung eines Gerüchts als Insiderinformation zur Folge, daß es ad hoc veröffentlicht werden müßte, sofern es sich unmittelbar auf den Emittenten bezieht, denn eine Insiderinformation muß jetzt nicht mehr gerade wegen ihrer Auswirkungen¹⁷ auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten kurserheblich sein.

Für Marktteilnehmer und Gesetzesanwender hat nun allerdings die Frage nach der Unterscheidung zwischen Informationen über künftige Umstände und bloßen Gerüchten erheblich größere Bedeutung als bisher. Nach der Gesetzesbegründung geht es dabei um ein Problem der hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit und damit der Anwendung des § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG¹⁸. Demgegenüber wird die Frage in den Empfehlungen von CESR bei der Bestimmung des Merkmals „precise“ – in der Terminologie des Gesetzes: „konkret“ – erörtert¹⁹. Im Schrifttum zu § 13 Abs. 1 WpHG a.F. wird schließlich für Abgrenzung zwischen (Insider)Tatsachen und Gerüchten im Rahmen des bisherigen § 13 Abs. 1 WpHG auf die fehlende Kurserheblichkeit von Gerüchten abgestellt²⁰.

Letzteres dürfte auch unter Berücksichtigung des Maßstabs des „verständigen Anlegers“²¹ nicht möglich sein, wenn man realistische Verhaltensannahmen zugrundelegt. Märkte reagieren nun einmal auch auf Gerüchte²². Ein verständiger Anleger weiß das. Auch wenn er selbst Gerüchten nicht traut und sein Verhalten nicht nach ihnen richtet, kann er doch aufgrund durchaus verständiger Überlegungen davon ausgehen, daß Dritte dies tun und in Erwartung ihrer Reaktion handeln. Ebenso wenig kann es auf die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Umstandes ankommen. Eine Abgrenzung zwischen Informationen über zukünftige Umstände einerseits und Gerüchten andererseits anhand des Merkmals der Eintrittswahrscheinlichkeit verbietet sich bereits deswegen, weil Gerüchte durchaus auch vermeintlich bereits eingetretene Umstände (X hat eine neue Rohstoffquelle entdeckt; Y hat ein neues Produkt entwickelt)

¹⁷ Genauer: Wegen der Auswirkungen des Umstands, der Gegenstand der Information ist.

¹⁸ Vgl. BegrRegE, BT-Drucks 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 34.

¹⁹ Vgl. CESR's Advice on Level 2 Implementation Measures for the proposed Market Abuse Directive, December 2002, Tz. 19 f.

²⁰ So noch für die Abgrenzung zwischen Gerüchten und Insidertatsache nach § 13 Abs. 1 WpHG a.F. Assmann in: Assmann/Schneider (Fn. 10) § 13 Rn. 34a.

²¹ So § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG in Umsetzung von Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124/EG (Fn. 4), der wiederum auf CESR's Advice on Level 2 Implementation vom Dezember 2002, Tz. 24, beruht.

²² Ebenso die Einschätzung von Assmann in: Assmann/Schneider (Fn. 10) § 13 Rn. 34b.

betreffen können, auf die § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG nicht anwendbar ist²³. Gerüchte lassen sich daher wohl nur anhand der – zugegebenermaßen ebenfalls nicht sonderlich trennscharfen – Merkmale der Genauigkeit des Inhalts und der Zuverlässigkeit der Informationsquelle von Insiderinformationen über Vorhaben und Pläne abgrenzen²⁴.

III. Die Verwendung von Insiderinformationen – am Beispiel des Erwerbs von Paketbeteiligungen

1. Anwendbarkeit des Insiderrechts auf face-to-face Geschäfte. Nach bisherigem Recht konnte man daran zweifeln, ob die Veräußerung bedeutender Beteiligungen, die in Kenntnis von Insidertatsachen erfolgte, auch dann gegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG verstieß, wenn die Transaktion nicht auf einem organisierten Markt, sondern unmittelbar zwischen den Parteien abgewickelt wurde²⁵. Der Anwendungsbereich des WpHG war und ist nämlich nach § 1 des Gesetzes auf den „Handel“ mit Wertpapieren beschränkt. Das ist im Schrifttum dahin verstanden worden, daß der Erwerb unternehmerischer Beteiligungen außerhalb der Börse nicht erfaßt sein sollte. Der deutsche Gesetzgeber habe insoweit implizit von der Ermächtigung des Art. 2 Abs. 3 Satz 2 der Insiderrichtlinie Gebrauch gemacht, nach der die Mitgliedstaaten eine Ausnahme vom Insiderverbot für Transaktionen vorsehen konnten, die ohne Einschaltung eines Berufshändlers außerhalb eines Wertpapiermarktes erfolgten²⁶. Diese Ausnahme für face-to-face-Geschäfte ist nunmehr durch Art. 9 der MarktmißbrauchsRL aufgehoben²⁷, so daß in Zukunft grundsätzlich auch die Veräußerung von Pakten ohne Zwischenschaltung eines Intermediärs von § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG erfaßt wird. Die Frage, ob ein Paketerwerb in Kenntnis von Insiderinformationen gegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG verstößt, wird sich also künftig nicht schon mit einem Hinweis auf den beschränkten Anwendungsbereich des Insiderrechts verneinen lassen²⁸.

2. Die Zulässigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen durch den Emittenten.

Aus Sicht des Emittenten und der für ihn handelnden Personen stellt sich die Frage, ob er dem Erwerber und dessen Beratern im Rahmen einer due diligence oder bei Verhandlungen In-

²³ Jedenfalls soweit es um Umstände geht, hinsichtlich derer der Emittent nach § 15 Abs. 3 WpHG vom Aufschub der ad-hoc-Veröffentlichung Gebrauch machen dürfte, müssen derartige Mitteilungen nicht von vornherein deswegen völlig unglaubwürdig sein, weil der Emittent den Umstand bereits selbst mitgeteilt hätte.

²⁴ Vgl. dazu bereits *Cahn* ZHR 162 (1998), 1, 14 ff.

²⁵ Vgl. dazu *Hammen* WM 2004, 1753 ff.

²⁶ So *Hammen* WM 2004, 1753, 1759; a.A. aber *Assmann/Cramer* in: *Assmann/Schneider* (Fn. 10) § 14 Rn. 29; *Irmen* in *BuB* (Fn. 12) Rn. 7/729.

²⁷ Vgl. Art. 9 Abs. 1 Marktmißbrauchsrichtlinie (Fn. 3) und die Erläuterung des Europäischen Parlaments zu der vom Parlament am 14. 3. 2002 angenommenen Fassung der Marktmißbrauchsrichtlinie, abgedruckt in *ZBB* 2002, 144, 151.

²⁸ So auch *Hammen* WM 2004, 1753, 1759 f.

siderinformationen zugänglich machen darf. Die h.M. hat das bisher für zulässig gehalten, weil es auch im Interesse des Emittenten selbst liegen könne, den Erwerber einer unternehmerischen Beteiligung vorab über die Lage des Unternehmens zu informieren, etwa um für das Unternehmen schädliche Korrekturmaßnahmen des neuen Aktionärs nach dem Erwerb zu vermeiden²⁹. Am Weitergabeverbot für Primärinsider haben Marktmißbrauchsrichtlinie und AnSVG nichts geändert, so daß die für das frühere Recht entwickelten Argumente nach wie vor Geltung beanspruchen können.

3. Die „Verwendung“ von Insiderinformationen durch die Vertragsparteien. a) Von der „Ausnutzung“ zur „Verwendung“ der Insiderinformation. Das Merkmal „unter Ausnutzung“ in § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a.F. wurde ganz überwiegend in einem doppelten Sinne verstanden: Die Insiderinformation mußte zum einen ursächlich für den Erwerb oder die Veräußerung sein; zum anderen war die Absicht des Täters erforderlich, aufgrund seiner Kenntnis von der Insidertatsache einen Sondervorteil zu erzielen, den er nicht hätte erlangen können, wenn die Information öffentlich bekannt gewesen wäre³⁰. Entsprechend dieser Doppelfunktion des Merkmals „unter Ausnutzung“ konnte der Erwerb eines Aktienpakets in Kenntnis von Insidertatsachen aus zwei Gründen mit § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a.F. vereinbar sein: Sofern der Erwerber den ohnehin gefassten Erwerbsentschluß unbeeinflusst von seinem Insiderwissen umsetzte, fehlte es an der Ursächlichkeit dieses Sonderwissens für den Erwerb³¹. Selbst wenn aber die Kenntnis von Insidertatsache den Abschluß oder die Bedingungen der Transaktion beeinflusste, fehlte es an einem „Ausnutzen“, wenn die andere Vertragspartei über denselben Kenntnisstand verfügte. Unter diesen Umständen konnte der Erwerber sein Insiderwissen nämlich nicht nutzen, um aufgrund eines Informationsungleichgewichts einen Sondervorteil zu erlangen³².

Nach der Regierungsbegründung zum neuen § 14 Abs. 1 WpHG³³ *„muß der Täter, um den Tatbestand zu erfüllen, die Information in sein Handeln mit einfließen lassen. Die reine Erfül-*

²⁹ So etwa Assmann/Cramer in: Assmann/Schneider (Fn. 10) § 14 Rn. 88b; Schwark in: Schwark (Fn. 10) § 14 Rn. 41; Irmen in BuB (Fn. 12) Rn. 7/737; Hopt in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Fn. 10) § 107 Rn. 61; Roschmann/Frey AG 1996, 449, 453.

³⁰ In diesem Sinne etwa Schwark in: Schwark (Fn. 10) § 14 WpHG Rn. 13; Irmen in: BuB (Fn. 12) Rn. 7/725; Assmann/Cramer in: Assmann/Schneider (Fn. 10) § 14 Rn. 24, 27.

³¹ So im Anschluß an die BegrRegE zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679 v. 27. 1. 1994, S. 47 zu § 14 WpHG, Assmann/Cramer in: Assmann/Schneider (Fn. 10) § 14 Rn. 31; Schäfer in: Schäfer (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, 1999, § 14 WpHG Rn. 12; Schwark in: Schwark (Fn. 10) § 14 WpHG Rn. 16 f.; Irmen in: BuB (Fn. 12) Rn. 7/729; Hopt in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Fn. 10) § 107 Rn. 61.

³² So etwa Assmann/Cramer in: Assmann/Schneider (Fn. 10) § 14 Rn. 28; in: Schwark (Fn. 10) § 14 Rn. 23; Hopt in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Fn. 10) § 107 Rn. 34; Irmen in: BuB (Fn. 12) Rn. 7/729; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2004, Rn. 16.163.

³³ BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 34.

lung einer Verbindlichkeit, welche in gleicher Weise auch ohne Kenntnis der Insiderinformation erfolgt wäre, reicht hierfür nicht aus.“ In den bisherigen Stellungnahmen zum neuen Insiderrecht wird der neue § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG überwiegend in dem Sinne gedeutet, daß nur das Erfordernis der Gewinnerzielungsabsicht, nicht jedoch das des Ursachenzusammenhangs zwischen Kenntnis von der Insidertatsache und Vornahme des Geschäfts entfallen ist³⁴.

Demgegenüber meinen andere, nach der Marktmißbrauchsrichtlinie stelle jedes Handeln in Kenntnis einer Insiderinformation eine „Nutzung“ bzw. „Verwendung“ dieser Information dar, unabhängig davon, ob das Handeln durch die Information motiviert sei. Anderenfalls seien Art. 2 Abs. 3 der Marktmißbrauchsrichtlinie³⁵ und Erwägungsgrund 30³⁶ zu dieser Richtlinie schlicht überflüssig. Wenn dieses Verständnis des neuen Rechts zuträfe, ein Erwerb von Finanzinstrumenten in Kenntnis einer Insiderinformation also stets und ohne weiteres unzulässig wäre, könnte dies den Markt für Beteiligungen weitgehend zum Erliegen bringen. Das Tatbestandsmerkmal „unter Verwendung“ verdient schon aus diesem Grunde ganz besondere Aufmerksamkeit:

Gegen ein Verständnis des Merkmals „unter Verwendung“ bzw. „unter Nutzung“ als „Handeln „in Kenntnis“ spricht bereits der Wortlaut des Art. 2 Abs. 1 der Marktmißbrauchsrichtlinie. Die Bestimmung enthält das Merkmal der „Nutzung“ der Insiderinformation zusätzlich zu dem Erfordernis, daß der Täter über die Information „verfügen“ muß. „Verfügen“ über eine Information kann aber sinnvollerweise nichts anderes bedeuten als deren Kenntnis. Wenn das Merkmal der „Nutzung“ eigenständige Bedeutung haben soll, muß es also mehr bedeuten als Handeln in Kenntnis der Insiderinformation. Anderenfalls hätte die Richtlinie schlicht formulieren können, daß demjenigen, der über eine Insiderinformation verfügt, der Erwerb oder die Veräußerung der von dieser Information betroffenen Finanzinstrumente untersagt sei.

Gegen ein Verständnis des Merkmals „in Verwendung“ als Handeln „in Kenntnis“ einer Insiderinformation sprechen darüber hinaus Art. 1 Abs. 1 Unterabs. 3 Marktmißbrauchsrichtlinie und § 13 Abs. 1 Satz 4 Nr. 1 WpHG. Diese Bestimmungen sollen entsprechend dem in Erwägungsgrund 19 zur Marktmißbrauchsrichtlinie formulierten Anliegen dem sog. frontrun-

³⁴ So etwa Handelsrechtsausschuß des DAV, Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 703, 704; ebenso Schlitt/Schäfer AG 2004, 346, 354; Fromm-Russenschuck/Banerjea BB 2004, 2425, 2426 f.; Baur, Die Bank 2004, Nr. 10, S. 14.

³⁵ Nach dieser Bestimmung findet das Erwerbs- und Veräußerungsverbot für Insider keine Anwendung auf Geschäfte, die getätigt werden, um einer fälligen gewordenen Verpflichtung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten nachzukommen, wenn diese Verpflichtung auf einer Vereinbarung beruht, die geschlossen wurde, bevor die betreffende Person die Insider-Information erhalten hat.

³⁶ Er lautet: „Da dem Erwerb oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten notwendigerweise eine entsprechende Entscheidung der Person vorausgehen muss, die erwirbt bzw. veräußert, sollte die Tatsache dieses Erwerbs oder dieser Veräußerung nicht als Verwendung von Insider-Informationen gelten.“

ning, also der Vornahme von Eigengeschäften in Kenntnis von Kundenaufträgen entgegenwirken, sofern es sich dabei um Marktmißbrauch gemäß den Definitionen der Richtlinie handelt. Wenn Eigengeschäfte in Kenntnis von Kundenaufträgen mit Kursbeeinflussungspotential ohne weiteres gegen das Verbot des Insiderhandels verstoßen würden, dürfte das mit der Durchführung dieser Aufträge betraute Wertpapierdienstleistungsunternehmen keinerlei weitere Aufträge anderer Kunden über die betreffenden Insiderpapiere mehr ausführen, auch wenn diese Geschäfte von dem Insiderwissen des ausführenden Unternehmens unbeeinflusst wären. Das würde über das erklärte Ziel eines Vorgehens gegen frontrunning weit hinauschießen.

Schließlich kann sich die geschilderte Ansicht auch nicht auf die Entstehungsgeschichte des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG stützen. Die Abschwächung des Erfordernisses der „Ausnutzung“ auf die bloße „Nutzung“ bzw. Verwendung“ der Information soll danach lediglich zum Ausdruck bringen, daß eine im Einzelfall nur schwer nachzuweisende Absicht, sich durch Insiderwissen einen Sondervorteil zu verschaffen, nicht mehr Voraussetzung für einen Verstoß gegen das insiderrechtliche Transaktionsverbot ist³⁷. Dagegen finden sich in den Materialien zur Richtlinie und zum AnSVG keine Anhaltspunkte dafür, daß darüber hinausgehend auch auf den Ursachenzusammenhang zwischen der Information und der Transaktion verzichtet worden wäre.

Ein Erwerb oder eine Veräußerung von Insiderpapieren in Kenntnis von Insiderinformationen verstößt danach nicht ohne weiteres, sondern nur dann gegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG, wenn die Transaktion ohne das Insiderwissen nicht vorgenommen worden wäre.

Bei einem Paketerwerb sind mindestens drei denkbare Ansatzpunkte für Verstöße gegen das Insiderrecht zu unterscheiden: Der eigene Erwerbsentschluß, das Führen von Verhandlungen bzw. die Durchführung einer due diligence und schließlich Insiderwissen über den Emittenten.

b) „Verwendung“ des eigenen Erwerbsentschlusses. Hinsichtlich des eigenen Erwerbsentschlusses ist das Ergebnis klar: Der Erwerber kauft die Beteiligung nicht deswegen, weil er die Kenntnis von seinem eigenen Erwerbsentschluß nutzen will. Der Erwerb erfolgt in Ausführung und nicht unter Verwendung des eigenen Entschlusses. An dieser Beurteilung ändert sich auch unter Geltung der Marktmißbrauchsrichtlinie nichts, wie Erwägungsgrund 30 ausdrücklich klarstellt.

Dagegen kann auch der Erwerbsinteressent selbst durch die Mitteilung seines Erwerbsentschlusses oder eine Empfehlung auf der Grundlage seiner Kenntnis von diesem Entschluß

³⁷ Vgl. BegrRegE zu § 14 Abs. 1 WpHG, BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 34.

gegen Art. 3 und 4 der Marktmißbrauchsrichtlinie bzw. der §§ 14 Abs. 1 Nrn. 2 und 3, 38 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. § 39 Abs. 2 Nrn. 3 und 4 WpHG-E verstoßen³⁸. Der Erwerb in Ausführung eines eigenen Entschlusses ist nämlich nicht etwa deswegen insiderrechtlich unbedenklich, weil der Entschluß für denjenigen, der ihn gefaßt hat, keine Insiderinformation wäre³⁹; - richtigerweise ist der Charakter einer Information als Insiderinformation von der Person des jeweiligen Informationsinhabers unabhängig⁴⁰. Entscheidend ist vielmehr, daß es an dem von der Marktmißbrauchsrichtlinie mit dem Begriff „Verwendung“⁴¹ bzw.⁴² „Nutzung“⁴³ bezeichneten Kausalzusammenhang zwischen der Kenntnis von dieser Information und dem Erwerb der Finanzinstrumente fehlt. Die Marktmißbrauchsrichtlinie und ihre Umsetzung durch das AnSVG ändern insoweit nichts am bisherigen Rechtszustand.

c) „Verwendung“ der Kenntnis von Verhandlungen oder einer due diligence. Vergleichbares gilt für die Durchführung der due diligence oder den Umstand, daß überhaupt Erwerbsverhandlungen geführt werden. Der Umstand, daß ein Interessent eine due diligence durchführt, kann zwar wiederum eine Insidertatsache darstellen. Der Erwerb der Beteiligung erfolgt aber nicht unter Verwendung dieser Information. Die Kenntnis des Erwerbers von der Durchführung der eigenen due diligence ist nicht ursächlich für seinen Erwerb.

Dagegen kann der Erwerber sehr wohl dadurch gegen § 14 Abs. 1 Nr. 2 oder Nr. 3 WpHG verstoßen, daß er andere über die Durchführung der due diligence informiert oder ihnen auf der Grundlage der schon so weit fortgeschrittenen Verhandlungen den Erwerb empfiehlt. Ebenso können Dritte, die von der Durchführung der due diligence Kenntnis erlangen und aus

³⁸ Die Offenlegung des Erwerbsentschlusses gegenüber externen Beratern und begleitenden Banken ist wiederum nicht deswegen zulässig, weil es sich bei dem Entschluß nicht um eine Insidertatsache handeln würde (so aber *Schlitt/Schäfer* AG 2004, 346, 354), sondern weil die Weitergabe nicht „unbefugt“ i.S.v. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG bzw. „im normalen Rahmen der Ausübung der Tätigkeit oder des Berufs oder der Erfüllung der Aufgaben“ des Erwerbers und der für ihn tätigen Personen erfolgt, vgl. etwa *Schwark* in: *Schwark* (Fn. 10) § 14 WpHG Rn. 40; *Assmann/Cramer* in: *Assmann/Schneider* (Fn. 10) § 14 Rn. 56.

³⁹ So aber offenbar *Schlitt/Schäfer* AG 2004, 346, 354.

⁴⁰ Zumindest mißverständlich ist daher Art. 1 Nr. 1 Unterabs. 3 der Marktmißbrauchsrichtlinie (Fn. 3), wonach *für Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen betr. Finanzinstrumente beauftragt sind* (Hervorhebung durch den Verf.), „Insider-Information auch eine Information bedeutet, die von einem Kunden mitgeteilt wurde und sich auf die noch nicht erledigten Aufträge des Kunden bezieht.“.... Zu Recht findet sich diese Beschränkung auf Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen betr. Finanzinstrumente beauftragt sind, in § 13 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 WpHG nicht. Nach dieser Bestimmung können daher Informationen über Erwerbs- oder Veräußerungsaufträge Dritter grundsätzlich für jedermann und nicht nur für die mit der Ausführung beauftragten Personen Insiderinformationen darstellen (vgl. *Ziemons* NZG 2004, 537, 538). In der Tat wäre es problematisch, hinsichtlich des Insidercharakters derartiger Informationen je nach deren Empfänger zu differenzieren, denn damit wäre etwa bei Weitergabe der Information durch den Händler an einen Dritten dieser Dritte nicht einmal Sekundärinsider, so daß er die Information rechtmäßigerweise nutzen könnte.

⁴¹ Erwägungsgrund 30 zur Marktmißbrauchsrichtlinie (Fn. 3).

⁴² In der englischen Fassung wird durchweg der Begriff „using“ verwendet.

⁴³ Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 Marktmißbrauchsrichtlinie (Fn. 3).

diesem Grund von dieser Information die betreffenden Finanzinstrumente erwerben, gegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG verstoßen.

d) „Verwendung“ vertraulicher Informationen über den Emittenten. Versteht man das Merkmal der „Nutzung“⁴⁴ bzw. der „Verwendung“ von Insiderinformationen im Sinne eines ursächlichen Zusammenhangs⁴⁵ zwischen der Kenntnis von der Insiderinformation⁴⁶, lautet die entscheidende Frage, ob der Erwerb der Beteiligung auf Insiderinformationen beruht, die dem Interessenten im Rahmen von Verhandlungen oder bei Durchführung einer due diligence bekannt geworden sind. Dabei sind folgende Fälle zu unterscheiden:

aa) Fester Erwerbsentschluß mit Vorbehalt der Abstandnahme. Ist der Interessent zum Erwerb einer Beteiligung entschlossen und behält er sich lediglich vor, von diesem Fall Abstand zu nehmen, wenn die due diligence unerwartet negative Umstände zutage fördert, sind positive Insiderinformationen, die keinen Einfluß auf die Transaktion haben, für seinen Erwerb nicht ursächlich, denn er hätte ebenso dann stattgefunden, wenn der Erwerber die Informationen nicht erhalten hätte⁴⁷.

Wenn der Interessent aufgrund negativer Insiderinformationen, die ihm durch die due diligence bekannt geworden sind, von dem Erwerb Abstand nimmt, ist das ebenfalls insiderrechtlich unbedenklich. Dagegen verstößt der Interessent gegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG, wenn er aufgrund der Insiderinformationen eine bereits bestehende Beteiligung an dem Emittenten abbaut. Auch dies entspricht dem schon bislang geltenden Rechtszustand.

bb) Einfluß von Insiderinformationen auf Zustandekommen oder Bedingungen der Transaktion. Nicht immer wird der Interessent schon zu Beginn von Verhandlungen fest zum Erwerb zu ganz bestimmten Bedingungen entschlossen sein. Es ist vielmehr durchaus denkbar, daß er seine Entscheidung von den Ergebnissen seiner Untersuchung des Unternehmens abhängig macht. Selbst wenn aber der Erwerbsentschluß als solcher feststeht, werden nicht öffentlich bekannte Informationen, die im Zuge der Verhandlungen offengelegt werden, die Konditionen beeinflussen, zu denen das Geschäft abgeschlossen wird, indem etwa der Preis angepaßt oder zusätzliche Garantien in den Vertrag aufgenommen werden.

⁴⁴ Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 Marktmißbrauchsrichtlinie (Fn. 3).

⁴⁵ So etwa der Handelsrechtsausschuß des DAV, Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 703, 704; Schlitt/Schäfer AG 2004, 346, 354.

⁴⁶ Diese Kenntnis von der Information ist nicht zu verwechseln mit den subjektiven Anforderungen im Hinblick auf ihren Insidercharakter: Insoweit reicht nach Art. 4 Marktmißbrauchsrichtlinie (Fn. 3) für Sekundärinsider „Kennenmüssen“ aus und für Primärinsider gilt nichts anderes, s.u., IV. 5.

⁴⁷ Die Weitergabe dieser Informationen an Dritte oder eine Erwerbsempfehlung auf Grundlage dieser Informationen verstößt allerdings gegen § 14 Abs. 1 Nrn. 2 und 3 WpHG, der Erwerb durch diese Personen aufgrund dieser Information gegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG.

Obwohl hier das Insiderwissen des Erwerbers zweifellos für das Geschäft in seiner konkreten Gestalt ursächlich wird, lag nach früherem Insiderrecht kein Verstoß gegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a.F. vor, wenn auch der Veräußerer Kenntnis von diesen Umständen hatte. Weder der Veräußerer noch der Erwerber konnten unter diesen Umständen ihr Wissen verwerten, um sich zu Lasten der anderen Seite einen Sondervorteil zu verschaffen. Es fehlte daher an einem „Ausnutzen“ des Insiderwissens⁴⁸.

Nach neuem Recht kommt es auf ein solches Streben nach einem „Sondervorteil“ grundsätzlich nicht mehr an. Ausreichend für einen Verstoß gegen das Verbot des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ist jetzt vielmehr der – von der Marktmißbrauchsrichtlinie als „Nutzung“, vom WpHG als „Verwendung“ bezeichnete – Kausalzusammenhang zwischen Kenntnis von der Insiderinformation und dem Erwerb oder der Veräußerung von Insiderpapieren. Wenn der Erwerbsentschluß als solcher oder die Konditionen des Geschäfts von Insiderwissen beeinflusst sind, läßt sich dieser Zusammenhang des Insiderwissens für die Transaktion in ihrer konkreten Ausgestaltung schwerlich leugnen. Der Erwerber hat die Information „in sein Handeln mit einfließen lassen“⁴⁹, wie die Begründung zu § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG das „Verwenden“ von Insiderwissen umschreibt⁵⁰. Das gilt auch dann, wenn der Veräußerer die betreffenden Umstände ebenfalls kennt.

Unter diesen Umständen spricht allerdings viel für eine teleologische Reduktion des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG⁵¹: Bei Transaktionen, die unter Einschaltung von Intermediären am Markt durchgeführt werden, führt Insiderwissen einer Seite stets dazu, daß die betreffende Partei sich einen Sondervorteil verschafft. Da die entsprechende Absicht aber nicht immer nachweisbar sein mag, ist es schon aus diesem Grunde sinnvoll, sich hier mit der bloßen Kausalität des Insiderwissens für das Geschäft zu begnügen. Darüber hinaus kann aber der Insider auch fahrlässig verkennen, daß er über Insiderwissen verfügt. In diesem Fall hat er auch nicht die Absicht, sich auf der Grundlage eines Informationsvorsprungs einen Sondervorteil zu verschaffen. Dennoch verlangt Art. 4 der Marktmißbrauchsrichtlinie, daß die „Verwendung“ der Insiderinformation untersagt wird.

Beim einer unmittelbar zwischen den Parteien abgewickelten Veräußerung von Beteiligungen liegen diese Gründe für den Verzicht auf ein „Ausnutzen“ von Insiderwissen nicht vor. Re-

⁴⁸ Vgl. die Nachw. in Fn. 30.

⁴⁹ So auch *Diekmann/Sustmann* NZG 2004, 929, 931; ebenso für die hier erörterte Sachverhaltsgestaltung *Fromm-Russenschuck/Banerjea* BB 2004, 2425, 2427.

⁵⁰ BegrRegE, BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 34.

⁵¹ So im Ergebnis auch *Diekmann/Sustmann* NZG 2004, 929, 931; *Fromm-Russenschuck/Banerjea* BB 2004, 2425, 2427.

gelmäßig verfügen beide Seiten hier über den gleichen Kenntnisstand, so daß keine Gefahr eines Sondervorteils aufgrund von Informationsvorsprüngen besteht. Dementsprechend ist nach dem Zweck der Richtlinie und des Gesetzes auch die Anwendung des Insiderhandelsverbotes nicht angebracht. Die in den Erwägungsgründen 28 und 29 zur Marktmißbrauchsrichtlinie angesprochenen Ausnahmen für öffentliche Übernahmeangebote beruhen auf der Erwägung, daß der Informationsrückstand der Aktionäre der Zielgesellschaft durch die Vorkehrungen des Übernahmerechts zu ihrem Schutz neutralisiert wird⁵². Noch weniger ist aber eine auf ungleichem Zugang zu Informationen beruhende Beeinträchtigung des Marktmechanismus Vertrauens in die Kapitalmärkte zu befürchten, wenn beide Parteien über den gleichen Informationsstand verfügen.

Der Umstand, daß nach Art. 9 Abs. 1 der Marktmißbrauchsrichtlinie das Insiderrecht grundsätzlich auch für Geschäfte gilt, die tatsächlich außerhalb eines geregelten Marktes vorgenommen werden, steht der hier befürworteten Reduktion des §14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG nicht entgegen. Auch bei face-to-face Geschäften kann es vorkommen, daß eine Partei über Insiderwissen verfügt, das der anderen Seite nicht zugänglich ist. In solchen Ausnahmefällen ist sich der Insider aber seines Kenntnisvorsprungs bewußt und beabsichtigt daher auch, sich einen Sondervorteil zu verschaffen. Allein für diese Fälle ist die von Art. 9 der Marktmißbrauchsrichtlinie vorgesehene Anwendung des Insiderrechts auf unmittelbar zwischen Veräußerer und Erwerber abgewickelte Geschäfte sinnvoll und angemessen.

IV. Der Anwendungsbereich des neuen Insiderrechts und die Rechtsfolgen von Verstößen

1. Erweiterung des Kreises der Primärinsider. Ebenso wie nach dem bisherigen § 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ist auch nach § 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG n.F. der Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren entgegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG für Primär- und Sekundärinsider gleichermaßen strafbar. Anders als nach bislang geltendem Recht ist aber nach § 38 Abs. 1 Nr. 2 d) WpHG ein vorsätzlicher Verstoß gegen das Weitergabe- und Empfehlungsverbot des § 14 Abs. 1 Nrn. 2 und 3 auch für denjenigen strafbar, der auf Grund der Vorbereitung oder Begehung einer Straftat über eine Insiderinformation verfügt (Umsetzung von Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 2 d) Marktmißbrauchsrichtlinie).

2. Die Einbeziehung von Sekundärinsidern. In Umsetzung von Art. 4 der Marktmißbrauchsrichtlinie gelten das Verbot der Mitteilung von Insiderinformationen und das Empfehlungsverbot für jedermann, der über Insiderinformationen verfügt. Anders als der bisherige §

⁵² Zutr. *Fromm-Russenschuck/Banerjea* BB 2004, 2425, 2427.

14 WpHG unterscheidet § 14 Abs. 1 WpHG n.F. nicht mehr danach, aus welchem Grund der Betreffende über Kenntnis über eine Insiderinformation verfügt. Damit werden auf der Tatbestandsseite Primär- und Sekundärinsider gleichgestellt.

Auf der Rechtsfolgende ist die Unterscheidung allerdings weiterhin von Bedeutung, denn Verstöße gegen das Weitergabe- oder das Empfehlungsverbot des § 14 Abs. 1 Nrn. 2 und 3 WpHG sind nur für Primärinsider strafbar, für Sekundärinsider dagegen lediglich eine Ordnungswidrigkeit.

3. „Verleiten“ als neue Tathandlung. §§ 14 Abs. 1 Nr. 3, 39 Abs. 2 Nr. 4 (auch i.V.m. § 38 Abs. 1 Nr. 2 letzter Halbs.) WpHG haben das Verleiten zum Erwerb oder zur Veräußerung von Insiderpapieren als neue Tathandlung eingeführt. Damit werden nunmehr auch diejenigen Fälle erfaßt, in denen ein Dritter auf andere Weise als durch eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Insiderpapieren bewegt wird. Das betrifft etwa Fälle, in denen ein Insider bei Kenntnis kurssteigernder Tatsachen von einer Veräußerung der Papiere abrät oder im Wissen um kurssenkende Tatsachen vor einem Erwerb warnt und dabei möglicherweise sogar auf Kenntnis von Informationen verweist, die er nicht offen legen darf. Der Adressat eines solchen Hinweises muß nicht außergewöhnlich scharfsinnig sein, um die Warnung vor einer Veräußerung als Empfehlung zu einem Zuerwerb und umgekehrt das Abraten von einem Erwerb als Aufforderung zu einer Veräußerung etwaiger Bestände zu verstehen. Dennoch ist ein Verstoß gegen das Empfehlungsverbot in solchen Fällen bislang überwiegend (wenn auch zu Unrecht) verneint worden⁵³. Die bislang angeführten, auf den Wortlaut des Empfehlungsverbotes gestützten Bedenken stehen der Bejahung eines Insiderverstoßes nun nicht mehr entgegen.

4. Einführung der Versuchsstrafbarkeit. Anders als nach bisherigem Recht ist nach § 38 Abs. 3 WpHG bereits der Versuch eines Verstoßes einer Straftat nach § 38 Abs. 1 WpHG strafbar. Soweit es um Verstöße gegen das Verbot des Abs. 1 Nr. 1 (Erwerb oder Veräußerung eines Insiderpapiers entgegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG) geht, gilt die Versuchsstrafbarkeit für Primär- und Sekundärinsider gleichermaßen. Das entspricht den Vorgaben von Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1, Art. 4 Marktmißbrauchsrichtlinie. § 38 Abs. 3 erstreckt die Versuchsstrafbarkeit allerdings auf alle Fälle des Abs. 1, also auch auf die vorsätzliche Begehung einer Handlung nach § 39 Abs. 2 Nr. 3 WpHG (Verstoß gegen das Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) oder § 39 Abs. 2 Nr. 4 WpHG (Verstoß gegen das Empfehlungsverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG). Denkbare Fälle sind hier etwa der Brief oder die e-mail, die nicht

⁵³ Vgl. Assmann in: Assmann/Schneider (Fn. 10) § 14 Rn. 72 m. w. Nachw.; a.A. Cahn ZHR 162 (1998), 1, 44.

ankommen oder vom Empfänger erst zur Kenntnis genommen werden, nachdem die Information öffentlich zugänglich geworden ist. Insoweit geht § 38 Abs. 3 WpHG über die Vorgaben der Marktmißbrauchsrichtlinie hinaus, die in Art. 3 nicht verlangt, daß die Mitgliedstaaten auch den Versuch eines Verstoßes gegen das Weitergabe- oder gegen das Empfehlungsverbot untersagen.

5. Defizite bei der Gestaltung der Rechtsfolgenseite. Anders als nach bisherigem Recht stellt der vorsätzliche oder leichtfertige Verstoß eines Sekundärinsiders gegen das Weitergabeverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG oder das Empfehlungsverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG gemäß § 39 Abs. 2 Nrn. 3 und 4 WpHG eine Ordnungswidrigkeit dar.

Diese Regelung wirft mehrere Fragen auf:

a) Die Beschränkung auf leichtfertige Verstöße als Umsetzungsdefizit. Nach Art. 4 der Marktmißbrauchsrichtlinie haben die Mitgliedstaaten sicherzustellen, *„daß die Verbote von Art. 2 und 3 der Richtlinie auch für die nicht in diesen Artikeln genannten Personen gelten, die über Insider-Informationen verfügen, sofern diese Personen wußten oder hätten wissen müssen, dass es sich um Insider-Informationen handelt“*. Danach müssen die Mitgliedstaaten gegen Verstöße von Sekundärinsidern vorgehen, sofern diese den Insidercharakter einer Information, unter deren Nutzung sie Finanzinstrumente erworben oder veräußert (Art. 2) oder die sie an Dritte weitergegeben (Art. 3 a) oder auf deren Grundlage sie einem Dritten den Erwerb oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten empfohlen haben (Art. 3 b), aufgrund einfacher Fahrlässigkeit verkannt haben. Der Maßstab der §§ 38 Abs. 1 Nr. 1 und Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpHG (Vorsatz oder Leichtfertigkeit) bleibt hinter den Vorgaben der Richtlinie insoweit zurück, als Verstöße gegen die Verbote des Insiderhandelns nicht geahndet werden können, wenn der Täter den Insidercharakter der Information aufgrund einfacher Fahrlässigkeit verkannt hat.

Was die Tathandlungen selbst, also das Erwerben oder Veräußern von Finanzinstrumenten, die Weitergabe von Insiderinformationen oder die Abgabe einer Empfehlung bzw. das Verleiten anbetrifft, verlangt die Richtlinie nicht, daß die Mitgliedstaaten auch gegen fahrlässige Verstöße vorgehen. Insoweit geht die Umsetzung über die Anforderungen der Richtlinie hinaus, denn nach §§ 38 Abs. 4, 39 Abs. 2 Nrn. 3 und 4 WpHG stellen auch leichtfertige Verstöße gegen die Insiderverbote eine Straftat bzw. eine Ordnungswidrigkeit dar. Es mag zwar nur schwer vorstellbar sein, daß ein Erwerb oder eine Veräußerung von Finanzinstrumenten (§§ 14 Abs. 1 Nr. 1, 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG-E) anders als vorsätzlich erfolgen könnte; insoweit dürfte die Ausdehnung der Strafbarkeit auf leichtfertiges Handeln praktisch keine Bedeutung

haben. Ein „Mitteilen“ oder „Zugänglichmachen“ von Insiderinformationen kann dagegen durchaus leichtfertig erfolgen (Liegenlassen von Unterlagen; unterlassenes Abschalten des PC; versehentliches Ausplaudern von Interna); davon geht übrigens auch das Gesetz selbst in § 15 Abs. 1 Satz 4 aus. Der Insider kann aber u.U. auch leichtfertig verkennen, daß sein Verhalten als „Empfehlung“ anzusehen ist.

b) Haftung von Primärinsidern für leichtfertiges Verhalten. Nach Art. 4 der Marktmißbrauchsrichtlinie müssen die Mitgliedstaaten sicherstellen, daß die Insiderverbote der Artt. 2 und 3 der Richtlinie auch für Sekundärinsider gelten, sofern diese hätten wissen müssen, daß es sich um einen Insiderinformation handelt. § 38 Abs. 1 Nr. 1, Abs. 4 und § 39 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpHG setzen diese Vorgabe, wenn auch im Hinblick auf den Haftungsmaßstab nur unvollständig⁵⁴, um. Bei Primärinsidern ist nach § 38 Abs. 1 Nr. 1, Abs. 4 WpHG ein Verstoß gegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG (Erwerb oder Veräußerung von Insiderpapieren) zwar ebenfalls schon bei Leichtfertigkeit unter Strafe gestellt. Verstöße gegen das Weitergabe- und das Empfehlungsverbot des § 14 Abs. 1 Nrn. 2 und 3 WpHG sind dagegen nach § 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG für Primärinsider ausdrücklich nur bei Vorsatz strafbar. Das Vorsatzerfordernis ist dabei zum einen im Hinblick auf die Tathandlung problematisch. Insbesondere ein „Mitteilen“ oder „Zugänglichmachen“ von Insiderinformationen kann durchaus auch nur fahrlässig erfolgen. Zum anderen kann unter besonderen Umständen auch ein Irrtum über die Insidercharakter der Information vorliegen.

Das Europäische Parlament hat in seinen Erläuterungen zu Art. 2, 3 und 4 der Marktmißbrauchsrichtlinie i.d.F. vom 14. März 2002⁵⁵ ausgeführt, das Merkmal „in Kenntnis der Sache“, der in der InsiderRL in Zusammenhang mit Primärinsidern verwendet wird, werde in Art. 2 der MarktmißbrauchsRL (Erwerb und Veräußerung...) gestrichen, denn diese Insider seien sich des vertraulichen Charakters der Informationen, die sie erhielten, bewußt. Das mag zwar in der Regel so sein, ändert aber nichts daran, daß im Strafrecht die Unschuldsumutung gilt und dementsprechend Tätervorsatz einschließlich der Kenntnis vom Insidercharakter der verwendeten Information nachgewiesen werden muß. Für eine „quasi-gesetzliche Vermutung“⁵⁶ ist dabei kein Raum. Die Annahme, ein Primärinsider handele bei Verstößen gegen § 14 Abs. 1 Nrn. 2 und 3 WpHG stets und notwendig vorsätzlich, wäre jedenfalls unzutreffend.

In diesen Fällen wäre in der Sache nicht einzusehen, daß Sekundärinsider schon bei Leichtfertigkeit, Primärinsider dagegen nur bei Vorsatz haften. Eine sachlich nicht zu rechtfertigende

⁵⁴ Vgl. vorstehend a).

⁵⁵ Abgedruckt in ZBB 2002, 144, 151.

⁵⁶ Vgl. *Dier/Fürhoff* AG 2002, 604, 607.

und auch mit den Vorgaben der Marktmißbrauchsrichtlinie unvereinbare Privilegierung von Primärinsidern läßt sich nur vermeiden, wenn man § 39 Abs. 2 Nrn. 3 und 4 WpHG bei leichtfertigen Verstößen gegen die Verbote des § 14 Abs. 1 Nrn. 2 und 3 WpHG auch auf Primärinsider anwendet. Der Wortlaut der Vorschrift steht dem nicht entgegen. Vorsätzliche Verstöße von Primärinsidern gegen das Weitergabe- und Empfehlungsverbot sind danach strafbar, leichtfertige Verstöße stellen eine Ordnungswidrigkeit dar.

WORKING PAPERS

- | | | |
|----|---------------------|---|
| 1 | Andreas Cahn | Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.) |
| 2 | Axel Nawrath | Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen |
| 3 | Michael Senger | Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG
(publ. in: WM 2003, 1697-1705) |
| 4 | Georg Dreyling | Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland |
| 5 | Matthias Berger | Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht |
| 6 | Felicitas Linden | Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie |
| 7 | Michael Findeisen | Nationale und internationale Maßnahmen gegen die
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der
Finanzmärkte |
| 8 | Regina Nöbner | Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich
relevantem Verhalten |
| 9 | Franklin R. Edwards | The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and
Investor Protection |
| 10 | Ashley Kovas | Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators |
| 11 | Marcia L. MacHarg | Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction? |
| 12 | Kai-Uwe Steck | Legal Aspects of German Hedge Fund Structures |
| 13 | Jörg Vollbrecht | Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei
der Umsetzung der OGAW – Richtlinien |

- | | | |
|----|-------------------------------------|---|
| 14 | Jens Conert | Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik |
| 15 | Bob Wessels | Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe |
| 16 | Theodor Baums /
Kenneth E. Scott | Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany |
| 17 | Bob Wessels | International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies |
| 18 | Michael Gruson | Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: die sogenannte Globale Aktie |
| 19 | Michael Gruson | Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union |
| 20 | Andreas Cahn | Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen
(publ. in: Der Konzern 2004, 235ff.) |
| 21 | David C. Donald | The Nomination of Directors under U.S. and German Law |
| 22 | Melvin Aron Eisenberg | The Duty of Care in American Corporate Law |
| 23 | Jürgen Than | Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes |
| 24 | Philipp von Randow | Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen |
| 25 | Hannes Schneider | Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger |
| 26 | Hans-Gert Vogel | Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht |
| 27 | Georg Maier-Reimer | Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners |

- | | | |
|----|----------------------|---|
| 28 | Christoph Keller | Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger |
| 29 | René Bösch | Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht |
| 30 | Lachlan Burn | Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares |
| 31 | Patrick S. Kenadjian | Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective |
| 32 | Andreas Cahn | Bankgeheimnis und Forderungsverwertung |
| 33 | Michael Senger | Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern |

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT